

IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN EN LA EXPANSIÓN A MERCADOS EXTERIORES SOBRE LOS RESULTADOS*

Francisco J. Más, Juan L. Nicolau y Felipe Ruíz**

WP-EC 2000-13

Correspondencia a: Francisco Más, Universidad de Alicante, Departamento de Economía Financiera, Contabilidad y Marketing, Campus de San Vicente del Raspeig, 03071 Alicante, Tel.: +34 965 903 621, Fax: +34 965 903 621, E-mail: francisco.mas@ua.es

Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas
Primera Edición Septiembre 2000
Depósito Legal: V-3079-2000

Los documentos de trabajo del IVIE ofrecen un avance de los resultados de las investigaciones económicas en curso, con objeto de generar un proceso de discusión previo a su remisión a las revistas científicas.

* Este estudio se ha beneficiado de una ayuda a la investigación del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Los autores quieren agradecer las útiles sugerencias recibidas del profesor Juan Carlos Gómez Sala (Universidad de Alicante).

** F.J. Más, J.L. Nicolau, F. Ruiz: Universidad de Alicante.

IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN EN LA EXPANSIÓN A MERCADOS EXTERIORES SOBRE LOS RESULTADOS

Francisco J. Más, Juan L. Nicolau y Felipe Ruíz

RESUMEN

El propósito de este trabajo consiste en examinar los determinantes de los resultados empresariales, derivados de la estrategia de diversificación en la expansión a mercados exteriores, en términos de los factores del mercado, del producto y de la empresa. Como novedad, la metodología aplicada utiliza el estudio del suceso ("event-study") para estimar los excesos de rentabilidad de las acciones generados en la Bolsa por una muestra de 35 noticias de expansión a mercados exteriores correspondientes a 11 empresas españolas diversificadas; así como el análisis de regresión para examinar el impacto de los factores del mercado, del producto y de la empresa sobre dichos excesos de rentabilidad. La aplicación empírica realizada en nuestro país permite detectar que, en promedio, el impacto de dichas noticias sobre la rentabilidad de las acciones es positivo, siendo sus determinantes la especialización del producto y el grado de desarrollo del país de destino.

Palabras Clave: Estrategias de expansión exterior, diversificación, event-study, resultados.

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the determining factors of a firm's performance, as a direct consequence of its diversification strategy in its expansion into foreign markets, considering certain factors like the market, the product and the company itself. As a novelty, the methodology employed uses the event-study to estimate the excess of returns generated by its shares on the Stock Market, based on a sample of 35 expansion announcements into external markets corresponding to 11 diversifying companies. A regression analysis is also carried out to examine the impact of these factors, market, product and company, on the excesses in returns observed. The empirical application carried-out in Spain, has allowed us to detect that, on average, the impact of the news about a company's expansion on the returns of its shares is positive, its determining factors being the speciality of the product offered and the level of development in the target country.

Key Words: External expansion strategies, Diversification, Event-study, Performance.

1. INTRODUCCIÓN

La estrategia de expansión a mercados exteriores constituye una decisión de primera magnitud para una empresa, que vendrá desencadenada por la saturación de los mercados actuales, las oportunidades existentes en otros mercados explotando los recursos de la empresa, o la reacción competitiva siguiendo movimientos similares a la competencia, entre otros. Su importancia en la planificación estratégica de la empresa justifica las aportaciones realizadas desde la Economía Industrial y Dirección Estratégica. En esta línea, este tipo de decisiones debe implicar el examen del atractivo de dichos mercados, sus barreras de entrada, la reacción probable de las empresas existentes o de otros entrantes potenciales, así como las propias capacidades y recursos empresariales (Ramsler, 1982).

Desde una perspectiva de Marketing internacional, esta decisión a largo plazo requiere, por un lado, identificar los mercados potenciales estableciendo el orden de entrada a los mismos; por otro, determinar los esfuerzos de Marketing que la empresa comprometerá y, finalmente, seleccionar el grado temporal de expansión así como asignar los esfuerzos de Marketing entre los mercados (Ayal y Zif, 1979). Centrándose en este tercer aspecto, la literatura ha discutido dos alternativas estratégicas de expansión exterior: i) concentración del mercado, caracteriza a la empresa que dirige los esfuerzos de Marketing a pocos mercados y que se expande gradualmente a nuevos mercados en el tiempo; y ii) diversificación del mercado, representa la entrada rápida a un gran número de mercados y la asignación de los esfuerzos de Marketing en todos ellos.

La literatura considera que estas estrategias de expansión a mercados exteriores determinan los resultados empresariales. Sin embargo, no existe consenso sobre cuál de ellas, concentración vs. diversificación, conducirá a mejores resultados. Esta falta de acuerdo viene explicada, entre otros, por Piercy (1982) al asumir la independencia entre la selección de una estrategia de expansión y los resultados, debido a que la elección de la estrategia apropiada de expansión, concentración vs. diversificación, depende de diversos factores del mercado, del producto y de la empresa, por lo que difícilmente se puede recomendar una estrategia específica para todo tipo de situaciones. A pesar de ello, se han detectado escasas evidencias empíricas que demuestren la influencia sobre los resultados de los factores de producto, mercado o empresa, en el ámbito de estas estrategias de expansión.

Otros autores argumentan problemas operativos. Por un lado, lo restrictivo de las formas empleadas para medir los resultados. La mayoría de trabajos obtiene estas medidas a partir de la información financiera de los estados contables. No obstante, las conclusiones alcanzadas son en gran

medida incomparables entre sí, debido a las disparidades existentes entre las variables utilizadas. Asimismo, los datos contables pueden resultar insuficientes al no incorporar expectativas acerca de los beneficios futuros de las empresas, y pueden inducir a confusión por las deficiencias inherentes a su dependencia de diversas convenciones. Finalmente, los estados financieros no suelen distinguir con claridad las actividades nacionales de las procedentes de mercados exteriores (Katsikeas et. al, 1996).

Por otro lado, la forma en que se hace operativa la tipología de estrategias de concentración-diversificación en la expansión a mercados exteriores. La mayoría de trabajos realizados utilizan una sola variable para representar una estrategia particular de expansión, cuando por la naturaleza multidimensional de estas estrategias se deberían utilizar varios indicadores conjuntamente. En esta línea, Lee y Yang (1990) proponen varias dimensiones relacionadas con el grado de experiencia, número de países, y esfuerzos de Marketing asignados entre los diferentes mercados exteriores.

El propósito de la investigación consiste en examinar los determinantes de los resultados empresariales, derivados de la estrategia de diversificación en la expansión a mercados exteriores, en términos de los factores del mercado, del producto y de la empresa. Como novedad, nuestro trabajo adopta un acercamiento diferente basado en el uso del precio de las acciones en el mercado de valores, que evita los problemas de medición indicados. La aplicación empírica se realiza en el ámbito de una muestra de 35 noticias de expansión a mercados exteriores relativas a once empresas españolas cotizadas en la Bolsa de Madrid entre 1992-1996 que siguen una estrategia de diversificación -definida a través de varios indicadores-.

La investigación se organiza de la siguiente forma: el segundo apartado revisa la relación entre estrategias de expansión a mercados exteriores y los resultados. El tercero se corresponde con el diseño de la investigación, donde se justifica la metodología de análisis, y se define la muestra, la recogida de datos y las variables. Los resultados obtenidos se describen en la cuarta sección, y finalmente, se exponen las conclusiones.

2. RELACIÓN ENTRE ESTRATEGIAS DE EXPANSIÓN A MERCADOS EXTERIORES Y LOS RESULTADOS

La literatura ha analizado la relación entre las estrategias concentrada versus diversificada de expansión a mercados exteriores y los resultados empresariales, pero no se obtienen evidencias concluyentes sobre cuál de ellas conduce a unos mejores resultados.

Algunos autores, como Robinson (1967), Tookey (1975) y Attiyeh y Wenner (1981), recomiendan la estrategia de concentración en la expansión exterior, apoyándose en la noción clásica de que grandes cuotas de mercado en pocos mercados clave llevan asociados mayores beneficios a largo plazo. Recomendación que fue apoyada empíricamente por los informes BETRO (1976) e ITI (1979). Por contra, otros autores, entre los que destacan Hamermesh et al. (1978) y Piercy (1981a), recomiendan una estrategia de diversificación de mercados, basándose en que bajas participaciones en mercados muy dispersos podrían ser más beneficiosos que si se concentran en pocos mercados claves, lo que fue demostrado empíricamente por Hirsch y Lev (1973), Piercy (1981a) y Cooper y Kleinschmidt (1985).

Esta falta de consenso es explicada por Ayal y Zif (1979), Piercy (1982), Lee y Yang (1990) y Bradley y O'Reagain (1998), argumentando que difícilmente se puede recomendar una estrategia específica de expansión para todo tipo de situaciones en la medida en que la elección de la estrategia apropiada depende de diversos factores relacionados con el producto, el mercado y la empresa. En concreto, Ayal y Zif (1979) y Piercy (1981b) proponen la elección de una estrategia diversificada de expansión a mercados exteriores en las situaciones que se exponen a continuación, y en caso contrario, la concentración.

A. Factores de empresa:

i) Habilidades de la dirección. La diversificación viene favorecida en situaciones donde la dirección empresarial asocia un mayor riesgo a las alternativas de expansión -derivado, entre otros, de la importancia de la inversión de Marketing implicada en las mismas-, o si posee un escaso conocimiento del mercado, o cuando tiene unos objetivos de crecimiento a través del desarrollo del mercado (Piercy, 1981b).

ii) Barreras internas (Ayal y Zif, 1979). La ausencia de restricciones internas de la empresa (disponibilidad de recursos humanos, productivos y financieros) favorece la diversificación en la expansión.

B. Factores de producto:

i) Productos de naturaleza especializada (Piercy, 1981b). La diversificación será preferida cuando se elaboran estos productos, donde la mayoría de países tiene mercados relativamente pequeños.

ii) Productos de compra no repetitiva (Piercy, 1981b). Los productos de esta naturaleza pueden asociarse más a la diversificación o amplitud en los mercados.

iii) Ciclo de vida del producto (Piercy, 1981b). La diversificación será más beneficiosa en las fases inicial y final del ciclo de vida, ya que permitirá servir tantos mercados como sea posible para obtener respectivamente un volumen adecuado al principio y mantenerlo en la madurez.

iv) Adaptación del producto a las características específicas del mercado (Ayal y Zif, 1979; Piercy, 1981b). Si la entrada de una empresa en nuevos mercados requiere escasos cambios en su proceso de producción, aquella no tendrá que realizar importantes inversiones y es muy probable que sea capaz de disfrutar la ventaja en costes derivada de la experiencia acumulada como consecuencia del aumento de producción. En este caso existirá mayor motivación por diversificarse.

v) Control de la estrategia implantada (Ayal y Zif, 1979). Los bajos requerimientos de control son típicos de productos estandarizados y poco sofisticados, que no necesitan una estrecha y frecuente comunicación entre empresa y clientela. Una estrategia diversificada en estos casos será más ventajosa debido a que los costes de dicha comunicación no aumentarán conforme crece el número de mercados.

C. Factores de mercado:

i) Función cóncava de la respuesta de ventas de los mercados de destino (Ayal y Zif, 1979). Ello supone una mayor rentabilidad cuando los esfuerzos de marketing se sitúan en niveles bajos debido a que existe un número de clientes interesados en los productos de la empresa. Cualquier esfuerzo adicional conducirá a un aumento de la cuota de mercado, pero también a una mayor competencia y resistencia de los compradores escépticos, por lo que la respuesta del mercado se caracterizará por una disminución de la rentabilidad marginal. En esta situación resulta más productiva la diversificación.

ii) Nivel de crecimiento del mercado. Si el ratio de crecimiento de los mercados actuales de la empresa es pequeño, la diversificación de la expansión permitirá alcanzar rápidamente el nivel de crecimiento deseado en muchos mercados (Ayal y Zif, 1979). Asimismo, la entrada a mercados nuevos o en declive favorecerá la diversificación, ya que permitirá obtener un volumen adecuado en los primeros o mantenerlo en los últimos (Piercy, 1981b).

iii) Estabilidad de las ventas en los mercados. La diversificación permitirá reducir el nivel de riesgo de la empresa en situaciones de inestabilidad de la demanda tanto de los mercados actuales (Ayal y Zif, 1979) como de los nuevos mercados (Piercy, 1981b).

iv) Estructura competitiva del mercado. Si los competidores precisan poco tiempo para imitar una innovación y existe una importante ventaja por ser el primero en innovar, aumentará la urgencia de la empresa para entrar rápidamente en muchos mercados con el objeto de aprovechar su favorable función de respuesta de ventas en dicho período limitado (Ayal y Zif, 1979). Asimismo, la diversificación en la expansión vendrá motivada por una alta competitividad en los mercados de destino, así como cuando los competidores establecidos en los mismos poseen amplias cuotas de mercado (Piercy, 1981b).

v) Lealtad de los compradores hacia los proveedores (Piercy, 1981b). La diversificación es preferida cuando existe una reducida lealtad de los compradores en el mercado de destino.

vi) Elevado grado de influencia de los mercados actuales sobre los nuevos en términos de los esfuerzos de Marketing (Ayal y Zif, 1979; Piercy, 1981b). Este fenómeno que viene a reflejar la similitud de los mercados actuales y nuevos, y que está motivado por la proximidad geográfica, la influencia cultural o los vínculos comerciales, favorece la diversificación en la expansión.

vii) Economías de escala en la distribución. Respecto de esta dimensión no hay consenso entre los autores. Para Ayal y Zif (1979), crece la motivación por las estrategias de diversificación cuando los costes de distribución son elevados en los nuevos mercados y no existen economías de escala de distribución por aumentos de la cuota de mercado. En cambio, Piercy (1981b) señala que la diversificación se manifiesta en situaciones de bajo coste de distribución física o de gestión de pedidos en los nuevos mercados (ej: un canal independiente).

viii) Grado de adaptación de la comunicación de la empresa a las características del mercado (Ayal y Zif, 1979). Cuando la adaptación del programa de comunicación requiere una baja inversión en investigación publicitaria y del consumidor, así como en la elaboración de nuevos programas, aumentan las posibilidades de la diversificación.

ix) Barreras externas (Ayal y Zif, 1979). La ausencia de restricciones externas a la empresa relativas al mercado de destino (ej: de tipo legal) favorece la diversificación en la expansión.

A pesar de la existencia de estas hipótesis que afectan directamente a la selección de la estrategia específica de expansión y a sus resultados, no se manifiestan suficientes evidencias empíricas que traten de demostrar la influencia sobre los resultados de los factores implicados de producto, mercado o empresa. Asimismo, se argumentan problemas operativos, derivados de la medición de las variables de resultados a partir de los estados contables, y del uso de una sola variable para hacer operativa la estrategia de expansión. En virtud de lo anterior, nuestro trabajo toma como punto de partida diversos indicadores para reflejar la naturaleza multidimensional de la estrategia de expansión, y como novedad, utiliza cotizaciones bursátiles de cara a medir los resultados. Y todo ello con el propósito de efectuar un análisis centrado exclusivamente en la estrategia de diversificación en la expansión a los mercados exteriores, y en los resultados empresariales que se derivan de la misma, en términos de determinados factores del mercado, del producto y de la empresa.

3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

3.1. Metodología de Análisis

La metodología desarrollada en orden a alcanzar los objetivos planteados cubre las siguientes etapas: i) tipificación de las empresas de la muestra que siguen una estrategia de diversificación, ii) la estimación de los excesos de rentabilidad generados por la expansión a mercados exteriores de estas empresas diversificadas, y iii) la identificación de los factores de la empresa, producto o mercado que constituyen los determinantes de dichos excesos de rentabilidad.

La primera etapa de la metodología propuesta pretende tipificar las empresas diversificadas de la muestra a partir de los valores promedio de los factores de la empresa, producto y mercado; rasgos determinantes de la selección de la estrategia de expansión exterior. Asimismo, se aplica un modelo probit para conocer aquellos factores (empresa, producto y mercado) que explican la probabilidad de decidir una política de diversificación en la expansión exterior.

La segunda etapa trata de estimar los excesos de rentabilidad generados por la expansión de las empresas a mercados exteriores a través de la diversificación, tomando como punto de partida la técnica del estudio del suceso ("event-study"). Este método se fundamenta, por un lado, en la teoría de carteras de la economía financiera en la premisa de que los mercados de valores son eficientes y, por otro, en que los precios de las acciones de las empresas reflejan mejor la estrategia de las empresas que la estructura de sus balances.

En un mercado de valores eficiente, los precios de las acciones reflejan toda la información disponible sobre la empresa; de hecho, cualquier información recibida en dicho mercado será incorporada instantáneamente por los inversores en el precio de las acciones. Asimismo, cualquier cambio en el precio de las acciones de una empresa en este mercado reflejará, sin sesgos, la alteración de sus flujos futuros de tesorería. Por ello, ante la introducción de nueva información, el examen de la conducta seguida por el precio de las acciones de la empresa a lo largo del tiempo permitirá analizar explícitamente el cambio subyacente en las predicciones insesgadas del mercado sobre los ingresos futuros de la empresa.

En concreto, el "event study" trata de medir el impacto de un suceso no anticipado (noticia de expansión a mercados exteriores de empresas que siguen una estrategia de diversificación) sobre los

precios de las acciones. Básicamente, su fundamento radica en estimar un modelo de mercado para el suceso de una empresa, y calcular posteriormente las rentabilidades anormales. Su hipótesis de partida es que las rentabilidades anormales reflejan la reacción de la Bolsa a la llegada de nueva información. La rentabilidad del precio de las acciones de una empresa i en el día t (R_{it}) se expresa con el modelo:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + g_{it} \quad (1)$$

donde, R_{mt} =rentabilidad de la cartera de mercado en el día t .

α_i =rentabilidad de las acciones de la empresa i , que es independiente del mercado.

β_i =sensibilidad de la rentabilidad de la acción i a las variaciones en la rentabilidad del mercado. Se interpreta como un indicador de riesgo sistemático o no diversificable de la acción.

g_{it} =perturbación aleatoria.

La estimación de la ecuación anterior permite calcular las rentabilidades anormales diarias (conocidas con las siglas AR -abnormal returns-) para una noticia de la empresa i (2): $AR_{it}=R_{it}-(\alpha_i+\beta_i R_{mt})$, donde α_i y β_i son las estimaciones mínimo cuadrático ordinarias obtenidas en las regresiones (1) para un período T_i precedente al suceso. Estas rentabilidades anormales representan las rentabilidades alcanzadas por la empresa una vez que el inversor ha ajustado el proceso de rentabilidad "normal". Con otras palabras, la rentabilidad de las acciones es ajustada sustrayendo la rentabilidad esperada de la rentabilidad actual, de forma que cualquier diferencia significativa se considera anormal, o exceso de rentabilidad.

A continuación, con el propósito de investigar el efecto de las noticias de expansión a mercados exteriores de empresas que siguen la estrategia de diversificación, sobre el precio de sus acciones, se estiman los siguientes indicadores: Por un lado, los efectos del suceso en la propia fecha del suceso ($t=0$). Por ello, se toma como punto de partida la rentabilidad anormal estandarizada para una noticia de la empresa i en el día $t=0$, $SAR_{it}=AR_{it}/S_{it}$, siendo

$$S_{it} = S_i \sqrt{1 + \frac{1}{T_i} \frac{(R_{mt} - R_m)^2}{(R_{mt} - R_m)^2}} \quad (2)$$

donde S_i es la desviación estándar de los residuos de la regresión estimados previamente a la publicación de la noticia; y R_m es la rentabilidad promedio de la cartera de mercado para el período de estimación. El promedio de las rentabilidades anormales estandarizadas para las N noticias de las empresas en la fecha del suceso sería:

$$\bar{SAR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i,t} \quad (3)$$

En orden a contrastar si este promedio de las rentabilidades anormales estandarizadas en la fecha del suceso para todas las noticias, es diferente de cero se utiliza el test de Boehmer et. al (1991)¹. Este test paramétrico requiere el cumplimiento de la hipótesis de normalidad de la distribución de la rentabilidad anormal estandarizada. Si este supuesto se ve vulnerado, se debe recurrir al test no

1

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i0}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SAR_{i0} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i0} \right)^2}} \quad (4)$$

paramétrico de Corrado (1989)² que utiliza información ordinal de las rentabilidades en la fecha del suceso, y no queda afectado por la varianza de la distribución.

Por otro lado, los efectos del suceso pueden medirse de forma acumulada en un número k de días ("ventana del suceso"). La rentabilidad anormal estandarizada acumulada (CAR) en la ventana del suceso para una noticia de la empresa i vendría dada por:

$$CAR_i = (1/k)^{1/2} \sum_{t=1}^k SAR_{it}$$

El promedio de la rentabilidad anormal estandarizada acumulada en la ventana del suceso para N noticias (ACAR) sería:

$$ACAR_t = (1/N) \left(1/[(T+2)/(T+4)]^{1/2} \right) \sum_{i=1}^N CAR_{it}$$

El test estadístico utilizado para contrastar si el promedio de las rentabilidades anormales estandarizadas acumuladas es significativamente distinto de cero (6), viene dado por $Z=ACAR_t N^{1/2}$, que sigue una distribución normal estandarizada para N grandes.

Finalmente, la tercera etapa pretende identificar los factores de la empresa, producto o mercado que constituyen los determinantes de dichos excesos de rentabilidad, tratando de demostrar la influencia de algunas de las hipótesis definidas en el capítulo anterior por Piercy (1981b) y Ayal y Zif (1979) sobre los resultados. Para ello, se plantea un modelo de regresión de corte transversal donde se explican las rentabilidades anormales (AR) de las empresas, debidas a la diversificación en mercados exteriores, a través de diversas variables indicativas de los factores de la empresa, producto y mercado.

2

$$\frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N [K_{it} + \frac{1}{2}(T_i\%1)]}{S(K)} \quad (5)$$

donde K_{it} es el rango que ocupa la rentabilidad anormal AR_{it} en la serie temporal de las rentabilidades anormales estimadas para el título i; y

$$S(K) = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left[\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (K_{it} + \frac{1}{2}(T_i\%1))^2 \right]}$$

3.2. Recogida de Datos.

La aplicación de la metodología de análisis expuesta en el epígrafe anterior se apoya en el siguiente proceso de recogida de datos, desarrollado básicamente por McWilliams y Siegel (1997) y Navyar (1993): i) selección de la muestra de empresas cotizadas en Bolsa que desarrollan actividades en mercados exteriores; ii) obtención de datos primarios, a través de entrevistas telefónicas dirigidas a los decisores de las empresas seleccionadas, con el fin de distinguir las empresas que siguen estrategias de diversificación en la expansión exterior; iii) identificación de las noticias de expansión exterior en dichas empresas -que siguen una estrategia de diversificación- y de su fecha de publicación; iv) selección de una "ventana del suceso" apropiada; v) eliminación de las noticias de aquellas empresas que experimentan otros sucesos relevantes en la ventana del suceso; vi) recogida de información sobre las rentabilidades diarias de las acciones de dichas empresas; y vii) recogida de datos sobre los factores del producto, mercado y empresa.

En la primera etapa, y a partir de las empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid entre 1992 y 1996, se elige una muestra de compañías que desarrollan actividades en mercados exteriores. Determinadas restricciones de presupuesto, tiempo y acceso limitarían el número de empresas a contactar en la segunda etapa, por lo que se seleccionan diecinueve empresas, procedentes de los sectores bancario, editorial, alimentación, materiales de construcción, maquinaria, distribución comercial, y petróleo. Estas presentan un tamaño, medido en términos de su activo, que oscila entre los 10.456 millones y los 12 billones de pts en 1996, siendo su activo promedio de 1,67 billones de pts. En definitiva, comprende un conjunto de grandes empresas españolas cotizadas en Bolsa con actividad internacional.

En la segunda fase se recogen datos primarios de las empresas que conforman la muestra mediante entrevistas telefónicas dirigidas a sus directivos familiarizados con los mercados exteriores. El trabajo de campo se realizó en octubre de 1998. La información obtenida tiene como objetivo la selección de las empresas que siguen una estrategia diversificada en la expansión a mercados exteriores, apoyándose en las dimensiones siguientes propuestas por diversos autores para hacer operativo el planteamiento inicial de Ayal y Zif (1979) desde el ámbito del marketing: V_1 , experiencia de expansión, medida por el nº de años de expansión (Fenwich y Amine, 1979; Lee y Yang, 1990); V_2 , dispersión geográfica de los mercados exteriores, recogida por el nº de países donde se expande (Fenwich y Amine, 1979; Lee y Yang, 1990); y V_3 , asignación de esfuerzos de marketing, obtenida por el ratio "% de gastos de marketing en los cinco principales mercados exteriores sobre el porcentaje

de ventas en los mismos" (Lee y Yang, 1990).

En virtud del esquema operativo propuesto por Lee y Yang (1990), las empresas que siguen una estrategia de diversificación en su expansión exterior -definida por la entrada rápida en muchos mercados y la asignación de esfuerzos de marketing entre ellos- presentan los siguientes rasgos operativos: V_1 inferior a cinco años y V_2 superior a doce países; V_1 de más de cinco años y V_2 superior a veinte países; y V_1 superior a cinco años, V_2 entre trece y veinte países, y V_3 inferior a uno. Los resultados obtenidos de los diecinueve directivos participantes -uno por empresa de la muestra- en la encuesta permiten clasificar a once de las empresas de la muestra como diversificadas.

En la tercera etapa se identifican las primeras noticias sobre las intenciones de entrada en los mercados exteriores de aquellas empresas que siguen una estrategia de diversificación; mercados señalados por los directivos de las empresas en la encuesta telefónica. Con este fin, se efectúa la búsqueda correspondiente en la base de datos BARATZ, que proporciona información sobre noticias publicadas en veintiocho periódicos de ámbito nacional o regional, así como de contenido general y/o especializado. Se define como fecha del suceso el primer día en que la noticia fue divulgada en cualquiera de las publicaciones consideradas en la base de datos. De esta manera, se detectan ochenta y cuatro noticias de expansión a mercados exteriores, relativas a las once empresas de la muestra que siguen una estrategia de diversificación. En suma, este procedimiento de recogida de información asegura la distinción de las estrategias de diversificación en aquellas empresas que se expanden a lo largo del tiempo a diversos mercados exteriores.

Con el objeto de contrastar cualquier conducta anormal en la rentabilidad de las acciones de estas empresas, en la cuarta etapa se selecciona la longitud k de la "ventana del suceso". En concreto, se consideran los cinco días previos y posteriores (-5;+5) a la fecha de la noticia debido a que, aunque la mayoría de la información sobre expansión exterior se suele incorporar rápidamente en el precio de las acciones, en ocasiones puede filtrarse antes de su publicación formal o retrasarse su manifestación.

En la quinta etapa se eliminan aquellas noticias en cuya "ventana del suceso" se publicaron determinados anuncios de la empresa, como fusiones, contratos con el gobierno, demandas judiciales, introducción de nuevos productos, cambios en la organización, disputas laborales, y declaración de dividendos o de beneficios inesperados, entre otros. Ello facilita la medición exclusiva del efecto de la expansión, y se elimina la posibilidad de incluir efectos confusos. Asimismo, se excluyen aquellos sucesos en cuyo período de estimación de las rentabilidades anormales se publica otra noticia de

expansión de la misma empresa.

Todo ello reduce la muestra de ochenta y cuatro a treinta y cinco noticias de entradas a mercados exteriores por parte de once empresas que siguen una estrategia de diversificación. Cinco empresas realizan tres movimientos de expansión cada una, dos efectúan un sólo movimiento, y las cuatro restantes llevan a cabo siete, cinco, cuatro y dos respectivamente. El cuadro 1 ofrece la distribución de dichas noticias y empresas implicadas por industria y año. Se observa que cuatro industrias dominan la muestra de noticias de expansión a mercados exteriores: banca (20%), alimentación (20%), petróleo (20%) y maquinaria (17,1%).

En la sexta etapa se recogen datos de las rentabilidades diarias de las acciones de las 11 empresas que siguen la estrategia de diversificación y sobre las que se producen las 35 noticias de expansión indicadas. De esta manera, el trabajo utiliza datos de mercado para medir los resultados empresariales en lugar de datos contables. La muestra histórica de datos seleccionada corresponde a las rentabilidades diarias del período 2 de enero de 1992 - 31 de diciembre de 1996 de las empresas implicadas que cotizan en la Bolsa de Madrid; período temporal que viene definido por la disponibilidad de la información bursátil diaria. Como variable subrogada de la verdadera rentabilidad de la cartera de mercado se utiliza la del IBEX-35, índice representativo del mercado continuo de valores español. La información fue obtenida de la Central de Balances del Banco de España.

CUADRO 1. DISTRIBUCIÓN DE LAS NOTICIAS DE EXPANSIÓN EXTERIOR POR INDUSTRIA Y AÑO DE LAS EMPRESAS DIVERSIFICADAS

Industria	Nº de noticias	% de noticias	Nº de empresas	% de empresas	Noticias por empresa	Año	Nº de noticias
Editorial	1	2,9	1	9,1	1,0	5 1992	4
Banca	7	20,0	2	18,2	3,5	5 1993	8
Alimentación	7	20,0	1	9,1	7,0	5 1994	5
Materiales construcción	3	8,6	1	9,1	3,0	5 1995	9
Maquinaria	6	17,1	2	18,2	3,0	5 1996	9
Distribución comercial	4	11,4	2	18,2	2,0	5	
Petróleo	7	20,0	2	18,2	3,5	5	
Total	35	100,0	11	100,0	3,2	5	

Nota: Se excluyen las empresas del sector de comunicaciones debido a la ausencia de actividad internacional continuada, a su entrada tardía en Bolsa y/o a la publicación de noticias durante la ventana del suceso o en períodos previos.

FUENTE: Elaboración Propia.

Finalmente, con el objeto de analizar los determinantes de los excesos de rentabilidad, se recoge información de las siguientes variables para cada noticia. La falta de datos sobre otras

dimensiones impidió el examen de un mayor número de relaciones causales.

1. Factores de la empresa a la que se refiere la noticia:

i) tamaño de la empresa. Refleja, en cierto modo, su grado de disponibilidad de recursos y, por tanto, las barreras internas a la expansión. Viene recogido en el activo de la empresa en pts del año del suceso (Chaney et al., 1991; Koku et al., 1997; Farrell y Frame, 1997); y

ii) endeudamiento. Dimensión de la estructura financiera de la empresa que actúa como variable de control. Refleja un factor que puede incidir en los resultados (Bühner, 1987; Tallman y Li, 1996; Hitt et al., 1997). Se mide por el ratio "deuda a largo plazo/activo" de la empresa en el año del suceso. Información obtenida de Intertell.

2. Características del producto implicado en la noticia de expansión:

i) naturaleza especializada del producto (Piercy, 1981b), medida con una variable dummy, donde 1 refleja si la empresa elabora productos muy especializados, y 0 en caso contrario;

ii) carácter no repetitivo de la compra (Piercy, 1981b), con una dummy, donde 1 muestra si el suceso se relaciona con la venta de productos de compra no repetitiva, y 0 si se trata de bienes de compra repetitiva (Horsky y Swyngedow, 1987); y

iii) estandarización (Piercy, 1981b), con otra dummy, donde 1 indica si el producto se ha tenido que adaptar al mercado de destino, y 0 en caso contrario. Esta información fue obtenida a partir de un análisis cualitativo realizado mediante entrevistas personales a diversos expertos de los sectores implicados.

3. Características del mercado:

3.I. Crecimiento del mercado, que recoge dos dimensiones: i) la tasa anual promedia acumulada de crecimiento de las ventas de la empresa en los cinco años anteriores a la fecha del suceso³, elaborada a partir de los datos de Duns & Bradstreet. Refleja el grado de crecimiento de los mercados de la empresa previamente a la expansión, dimensión propuesta por Ayal y Zif (1979); y ii) tasa anual promedia acumulada de crecimiento del PIB del país de destino durante los cinco años anteriores a la fecha del suceso, según el "World Economic Outlook" del International Monetary Fund (1997). Indica el nivel de crecimiento de los mercados nuevos a los que se dirige la empresa, propuesto éste último por Piercy (1981b).

3.II. Estabilidad de la demanda de los mercados, especificada por dos variables: i) una cuantitativa o grado de estabilidad (E_k) de las ventas de la empresa durante los cinco años anteriores a la fecha del suceso³ (Hirsch y Lev, 1971), que se concreta en el apéndice. Refleja el grado de estabilidad de los mercados de la empresa previamente a la expansión, de acuerdo con Ayal y Zif (1979); y ii) otra cualitativa, nivel de desarrollo del país de destino, proxy de la estabilidad del mercado de destino (Piercy, 1981b), donde 1 muestra si se trata de un país desarrollado y 0 en caso contrario (Bodur, 1994), a partir de la clasificación correspondiente del "World Economic Outlook" del International Monetary Fund (1997).

3.III. Tipo de canal de distribución, que destaca el coste y el riesgo que implica la distribución en el país de destino (Ayal y Zif, 1979; Piercy, 1981b). Se mide con una variable dummy, donde 1 indica si es canal propio de la empresa, y 0 si es franquiciado,

³ Los datos de estas series temporales de ventas figuran en pesetas corrientes por lo que incorporan el proceso inflacionario. Se deflactan con el índice de precios implícitos del PIB_{pm}, obtenido del Boletín Económico (1997) del Banco de España, con objeto de homogeneizarlas en términos constantes, tomando la peseta del año anterior a la fecha del suceso como unidad base.

participado o joint-venture⁴ (Cavusgil y Kirpalani, 1993). Información proporcionada por BARATZ.

4. RESULTADOS OBTENIDOS

4.1. Caracterización de la Muestra de Empresas que sigue una Estrategia de Diversificación Exterior. Factores Determinantes

A. Tipificación de las empresas diversificadas. Este apartado pretende tipificar la muestra de once empresas que sigue una estrategia de diversificación exterior (35 noticias) -identificada con el procedimiento señalado en el apartado 3.2 de recogida de datos- a partir de los valores promedio de los factores de la empresa, producto y mercado; rasgos determinantes de la selección de la estrategia de expansión exterior.

En cuanto a los factores de empresa, la muestra de compañías diversificadas presenta un activo promedio de 1,04 billones de pts en el año del suceso, es decir, un elevado tamaño; lo que implica en principio una ausencia de barreras internas para expandirse. Asimismo, la muestra se caracteriza por un endeudamiento a largo plazo razonable -nivel promedio del 27,2%- en el año del suceso. En lo referente a las características del producto, el 89,09% de la muestra de empresas diversificadas elabora productos de naturaleza no especializada en su expansión, el 55,15% ofrece productos de compra repetitiva, y el 68,7% vende productos estandarizados.

Por lo que se refiere a las características del mercado, el 90,9% de la muestra de empresas diversificadas posee una tasa anual promedio acumulada de crecimiento de sus ventas en los cinco años anteriores a la fecha del suceso superior al 10%, por lo que se encuentran trabajando mayoritariamente en dicha fecha en mercados con un elevado ratio de crecimiento. Asimismo, el 80% de las noticias se corresponden con la expansión a países cuya tasa anual promedio acumulada de crecimiento del PIB

⁴ Ninguna noticia de expansión utiliza un canal independiente, por lo que se elimina esta alternativa.

en los cinco años anteriores a la fecha del suceso es muy baja o muy elevada, por lo que se expanden básicamente a mercados en declive o en crecimiento.

La muestra de empresas diversificadas ofrece un nivel promedio de estabilidad (E_k) de sus ventas durante los cinco años anteriores a la fecha del suceso de 8.681, lo que resulta indicativo de una elevada inestabilidad de las ventas en los mercados actuales. Además, el 67,53% de la muestra de empresas diversificadas se dirige a países desarrollados, es decir, a mercados nuevos muy estables. Finalmente, el 66,26% de la muestra de empresas diversificadas utiliza un canal de distribución propio a la hora de expandirse al país de destino.

En resumen, la muestra de empresas diversificadas se caracteriza, en promedio, por la ausencia de barreras internas a la expansión y un endeudamiento razonable, por elaborar productos de naturaleza estandarizada, no especializada y de compra repetitiva, por trabajar antes de la fecha de la expansión en mercados de elevado crecimiento e inestabilidad, y por dirigirse a nuevos mercados de gran crecimiento o en declive, pero estables, empleando un canal propio de distribución.

B. Factores determinantes de la elección de la estrategia de diversificación exterior. En esta sección se aplica un modelo probit para conocer los factores de la empresa, producto y mercado que determinan la decisión de llevar a cabo una estrategia de diversificación en la expansión exterior. La variable dependiente es una dummy, donde 1 indica si sigue diversificación y 0 concentración. Ello ha implicado la elección de otra muestra de ocho empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid que siguen una estrategia de concentración exterior⁵ (20 noticias).

Un análisis previo de la matriz de correlaciones entre las variables muestra la presencia de cierta multicolinealidad, cuyo impacto sobre las conclusiones finales se limita seleccionando las dimensiones independientes no colineales. Así, las ecuaciones presentadas para el modelo constituyen diferentes

⁵ En virtud del esquema operativo propuesto por Lee y Yang (1990), las empresas que siguen una estrategia de concentración en su expansión exterior -definidas por la concentración de los esfuerzos de Marketing en pocos mercados clave y la expansión gradual a nuevos mercados con el tiempo- presentan los siguientes rasgos operativos: V_1 inferior a cinco años y V_2 inferior a cinco países; V_1 de más de cinco años y V_2 inferior a doce países; y V_1 inferior a cinco años, V_2 entre seis y doce países, y V_3 superior a uno.

combinaciones de las variables de la empresa, producto y mercado, diseñadas para solventar colectivamente el problema de multicolinealidad.

Los resultados obtenidos, estimados por máxima verosimilitud, se ofrecen en el cuadro 2. Los coeficientes R^2 de McFadden de las ecuaciones se sitúan entre el 50 y 86%, lo que parece reflejar un buen ajuste del modelo. De igual modo, los tests de significación conjunta de las variables permiten evidenciar, en las tres ecuaciones, que se obtiene información significativa al introducir características de la empresa, producto y mercado. Es decir, las características analizadas son colectivamente significativas a un nivel inferior al 1%.

CUADRO 2. DETERMINANTES DE LA ELECCIÓN DE UNA ESTRATEGIA DE DIVERSIFICACIÓN EXTERIOR (Errores estándar entre paréntesis)

Variable	Ecuac.1	Ecuac.2	Ecuac.3
* Características de la empresa:			
Tamaño de la empresa	7,3E-11 (0,000)		
Deuda/activo		-1,876 (1,460)	
* Características del producto:			
Producto especializado	-0,456 (0,695)	-0,492 (4,218)	-5,868 (37,885)
Producto de compra no repetitiva	0,328 (0,539)		1,536 (5,445)
Producto estandarizado			4,971 (37,720)
* Características del mercado:			
Crecim.vtas.empr.mercados actuales	2,658** (1,171)	20,187** (8,075)	26,945* (14,478)
Crecimiento PIB país destino	-0,091 (0,085)	-0,747** (0,357)	-1,231 (0,874)
Estab.vtas.empr.(E_k) merc.actuales	0,474* (0,249)	2,296*** (0,891)	3,169** (1,609)
Nivel desarrollo país destino	0,086 (0,518)	0,039 (1,469)	-2,020 (2,395)
Canal de distribución	-0,932* (0,507)	-2,790** (1,146)	-4,218* (2,168)
Intercepto	0,310 (0,598)	1,772 (1,438)	2,581 (2,667)
R^2 McFadden	0,501	0,803	0,863
Verosimilitud logarítmica	-17,453	-6,879	-4,774
Verosimilitud log.restringida	-35,023	-35,023	-35,023
χ^2 (8, 7 y 8 g.l. respect.)	35,140***	56,287***	60,498***

***=Prob.<0,01; **=Prob<0,05; *=Prob.<0,10; FUENTE: Elaboración Propia.

Los contrastes de significatividad de los parámetros individuales muestran que el crecimiento de los mercados actuales y la inestabilidad de las ventas en los mercados actuales son buenos predictores de la elección de la estrategia de diversificación en la expansión exterior para las ecuaciones analizadas globalmente, siendo la primera variable significativa a un nivel inferior al 5% en dos ecuaciones y al 10% en la restante, mientras que la segunda dimensión lo es al 1% en una ecuación, al 5% en otra y al 10% en la última. El canal de distribución también es significativo aunque en menor medida, con un nivel inferior al 10% en dos ecuaciones y en la restante al 5%.

El signo positivo de la variable estabilidad de los mercados actuales sugiere que las empresas con unos mayores niveles de inestabilidad de las ventas en sus mercados previamente a la expansión tienden con mayor probabilidad a elegir una estrategia de diversificación. Ello defiende la hipótesis de Ayal y Zif (1979) que vincula diversificación con inestabilidad de los mercados actuales para reducir el nivel de riesgo de la empresa.

El signo positivo de la variable crecimiento de los mercados actuales sugiere que las empresas con unos mayores niveles de crecimiento de las ventas en sus mercados previamente a la expansión tienden con mayor probabilidad a elegir una estrategia de diversificación. En principio, ello no apoyaría la hipótesis de Ayal y Zif (1979) que enlaza diversificación en la expansión con un bajo crecimiento de los mercados actuales. No obstante, cabe indicar que si se toma como punto de partida la propuesta de Ramírez y Espitia (1998) que sólo asocia la reducción del riesgo a situaciones de diversificación de producto "no relacionada" -se dirige a negocios totalmente distintos a los actuales y sin relación alguna entre sí-, el resultado obtenido en nuestro trabajo de que las empresas diversificadas muestran un alto crecimiento de los mercados actuales (bajo riesgo), podría ser indicativo de que la diversificación es relacionada; y ello no contradice el argumento de Ayal y Zif de que el reducido nivel de crecimiento de los mercados actuales (alto riesgo) estimularía una diversificación (no relacionada).

Por su parte, el signo negativo de la variable canal de distribución indica que la posibilidad de un canal franquiciado, participado o joint-venture a la hora de expandirse al país de destino se asocia con una mayor probabilidad de elección de la diversificación. Ello apoya la propuesta de Piercy (1981b) que vincula diversificación con situaciones de bajo coste de distribución física o de gestión de

pedidos en los nuevos mercados. En suma, los resultados obtenidos evidencian tres hipótesis que motivan la selección de la estrategia de diversificación, sobre un total de nueve estudiadas.

4.2. Estimación de los Excesos de Rentabilidad Generados por la Diversificación en la Expansión a Mercados Exteriores

La segunda etapa de la metodología trata de estimar los excesos de rentabilidad generados por la diversificación en la expansión de las empresas a mercados exteriores, tomando como punto de partida la técnica del "event-study". Para ello, se estiman los parámetros del modelo de mercado (1) para un período T_i de 75 días (de $t-80$ a $t-6$ días relativas a la fecha del suceso, $t=0$), intervalo temporal habitualmente utilizado en este tipo de estudios. Los parámetros estimados permiten calcular, en la fecha del suceso, la rentabilidad anormal (2) de la expansión de las empresas que siguen una estrategia de diversificación.

Las distribuciones de las rentabilidades anormales (AR) y de las rentabilidades anormales estandarizadas (SAR) para las 35 noticias en la fecha del suceso ($t=0$) son leptocúrticas y presentan asimetría positiva, lo que sugiere una violación de la hipótesis de normalidad implícita en los tests paramétricos. La aplicación del test de Jarque-Bera (Jarque y Bera, 1987) a ambas distribuciones, sin estandarizar ($\chi^2_2=41,10$; prob.=0,000) y estandarizada ($\chi^2_2=124,4$; prob.=0,000), también permite concluir el rechazo de la normalidad. En cambio, en el día posterior a la fecha del suceso ($t=1$), dichas distribuciones son simétricas y mesocúrticas, aceptando el test anterior la normalidad para ambas distribuciones, sin estandarizar ($\chi^2_2=1,56$; prob.=0,456) y estandarizada ($\chi^2_2=1,77$; prob.=0,412). Por ello, se utilizarán contrastes paramétricos y no paramétricos de la significatividad de la rentabilidad anormal promedia.

El cuadro 3 presenta las estimaciones de los promedios de las rentabilidades anormales (AR promedio) y de las rentabilidades anormales estandarizadas (SAR promedio (3)) en cada uno de los distintos días que componen la ventana del suceso para las 35 noticias. Los resultados obtenidos demuestran que, en promedio, las noticias de expansión de las empresas que siguen estrategias de diversificación llevan asociados unos excesos positivos de rentabilidad. La rentabilidad anormal

promedia en la fecha posterior a la publicación del suceso es del 0,82%, siendo estadísticamente significativa tomando como punto de partida tanto el test paramétrico de Boehmer et. al ($t=3,218$; $p<0,01$) como el no paramétrico de Corrado ($t=2,749$; $p<0,01$). Este porcentaje representa la mayor ganancia en el exceso de rentabilidad para el período de ± 5 días alrededor del suceso. En concreto, ello indica que, en promedio, las empresas diversificadas que anuncian la expansión exterior experimentan una ganancia del 0,82% en los excesos de rentabilidad para el día $t=1$.

Dado que las distribuciones de las rentabilidades anormales en la fecha del suceso y en el día posterior presentan "outliers", se replicaron todos los análisis anteriores excluyendo los casos aberrantes, alcanzando básicamente las mismas conclusiones divulgadas en el texto. Finalmente, la última columna presenta el porcentaje de rentabilidades anormales estrictamente positivas sobre un total de 35 para cada día, mostrando que el 71,4% de los casos tiene rentabilidades anormales positivas en la fecha inmediatamente posterior al suceso ($t=1$). Esta proporción es mayor, con un nivel de significación inferior al 5%, que el porcentaje promedio de rentabilidades positivas observado en el período de estimación (50,09%).

CUADRO 3. EXCESOS DE RENTABILIDAD DE LA MUESTRA DE NOTICIAS DE EXPANSIÓN INTERNACIONAL DE LAS EMPRESAS DIVERSIFICADAS

Fecha suceso	Promedio AR (%)	Promedio SAR (%)	t(a)	t(b)	Rentab.anormal promedia acumul.(%)	% de rentabilidades anormales positivas
-5	0,14	-8,07	-0,366	-0,406	0,14	51,4
-4	-0,17	-27,04	-1,715	0,155	-0,03	40,0
-3	0,41	16,10	0,701	-0,219	0,38	51,4
-2	0,39	29,60	1,299	0,845	0,77	57,1
-1	-0,03	-3,82	-0,129	-0,014	0,74	54,2
0	0,25	25,06	1,193	0,973	0,99	62,8
1	0,82	43,50	3,270**	2,740**	1,81	71,4*
2	-0,19	-9,00	-0,360	0,593	1,62	48,5
3	0,41	8,72	0,442	0,646	2,03	57,1
4	0,19	4,15	0,448	0,184	2,22	42,8
5	0,42	33,96	1,690	0,342	2,64	54,2

(a) Estadístico t basado en el contraste paramétrico de Boehmer et. al (4).

(b) Estadístico t basado en el contraste no paramétrico de Corrado (5).

**=Prob.<0,01; *=Prob<0,05; FUENTE: Elaboración Propia.

Alternativamente, una práctica estándar del "event-study" consiste en examinar los excesos de rentabilidad acumulados para distintas ventanas alrededor de la fecha del suceso. El análisis de las rentabilidades anormales que rodean al día de publicación del suceso permitirá tomar en consideración

la incertidumbre existente respecto de la fecha real del mismo. Además, permitirá al investigador conocer el efecto acumulado de un suceso. No se debe olvidar que el efecto podría diseminarse a lo largo de varios días alrededor del suceso, dada la disponibilidad gradual de información y, por tanto, de interpretación del impacto del suceso sobre los beneficios futuros de la empresa. El cuadro 4 ofrece los promedios de las rentabilidades anormales estandarizadas acumuladas (ACAR) en distintas ventanas alrededor de la fecha del suceso.

Los ACAR obtenidos en las ventanas previas al suceso, (-5;-2) y (-5;-1), no son estadísticamente significativos, por lo que no parece que se produjera filtración alguna de información con anterioridad al mismo. En las ventanas (-2; 0) y (-1; 0) tampoco se obtienen ACAR significativos, lo que indica, por un lado, que no hubo filtraciones en los días previos a la publicación formal (por ejemplo, con conferencias de prensa), y por otro, que los inversores se mantienen neutrales en el mismo día de divulgación de la noticia ($t=0$).

CUADRO 4. PROMEDIO DE LAS RENTABILIDADES ANORMALES ESTANDARIZADAS ACUMULADAS SOBRE DIVERSAS VENTANAS ALREDEDOR DE LA FECHA DEL SUCESO

Intervalo temporal	Promedio de la rentabilidad anormal estandarizada acumulada (ACAR)	t^a
(-5;+5)	0,36%	2,13*
(-5;-2)	0,06%	0,34
(-5;-1)	0,04%	0,24
(-2; 0)	0,29%	1,69
(-1; 0)	0,15%	0,88
(0,+1)	0,47%	2,80**
(-1;+1)	0,37%	2,21*
(0,+2)	0,35%	2,08*
(-1;+5)	0,41%	2,41*
(+1;+5)	0,39%	2,29*

^(a) Estadístico basado en el contraste (6).

(**) =Prob.<0,01; *=Prob<0,05; FUENTE: Elaboración Propia.

Por contra, seis intervalos temporales muestran un ACAR estadísticamente significativo a un nivel inferior al 5%, incluyendo todos el día +1, lo que indica que los inversores reaccionan con cierto retraso. De hecho, la ventana (0;+1) es significativa a un nivel inferior al 1%, cuyo ACAR correspondiente es de 0,47%. Esta mayor significatividad en el período (0;+1) es plausible en la medida en que las noticias de expansión exterior de las empresas que siguen una estrategia de

diversificación pueden motivar a los inversores a re-examinar las estrategias de posicionamiento de producto y de marketing implicadas en la empresa. Por tanto, parece que efectúan una valoración positiva de las estrategias una vez revisadas éstas, reaccionando en consecuencia.

En suma, la evidencia detectada de rentabilidades positivas significativas en la fecha posterior al día de publicación del suceso ($t=1$) y de rentabilidades acumuladas promedias para dos días ($0;+1$), sugiere que, en promedio, el mercado reacciona positivamente ante las noticias de expansión a mercados exteriores de empresas diversificadas.

En particular, los resultados obtenidos en este trabajo no se pueden comparar con otros realizados en el ámbito de la metodología "event-study", en la medida en que no se han detectado estudios efectuados al respecto. A lo sumo, este método ha sido aplicado por Navyar (1993) a la estrategia de diversificación en la expansión producto-mercado de Ansoff, aunque no desde una perspectiva de Marketing internacional.

Por contra, los investigadores de Marketing han utilizado el "event study" para examinar el impacto de diferentes fenómenos sobre el valor de mercado de las empresas, destacando los correspondientes a la estrategia de producto, como la introducción de nuevos productos (Eddy y Saunders, 1980; Chaney, Devinney y Winer, 1991; Koku, Jagpal y Viswanath, 1997), la retirada de productos (Jarrell y Peltzman, 1985; Pruitt y Peterson, 1986; Hoffer, Pruitt y Reilly, 1987, 1988; Bromiley y Marcus, 1989; Davidson y Worrell, 1992), el cambio o extensión de la marca (Simon y Sullivan, 1993; Lane y Jacobson, 1995), o la modificación del servicio al cliente (Navyar, 1995); y los relativos a la promoción, como el cambio en el nombre de la empresa (Horsky y Swyngedouw, 1987), el cambio del slogan publicitario (Mathur y Mathur, 1995), el cambio de agencia publicitaria (Rutherford, Thompson y Stone, 1992; Mathur y Mathur, 1996), el uso de la sponsorización (Farrell y Frame, 1997), la contratación de personajes famosos en la publicidad (Agrawal y Kamakura, 1995), la publicidad sobre relaciones financieras (Bobinski y Ramírez, 1994), o la regulación y normas sobre falsa publicidad (Peltzman, 1981).

4.3. Identificación de los Factores Determinantes de los Excesos de Rentabilidad de la Estrategia de Diversificación Exterior

Una vez demostrado que la estrategia de diversificación en la expansión exterior está asociada a cambios positivos en el valor de la empresa, resulta interesante examinar la posible existencia de determinadas características de la empresa (tamaño y endeudamiento), del producto (especializado, de compra no repetitiva, y estandarizado), y del mercado (crecimiento, estabilidad, y canal de distribución) que son buenos predictores de los mismos. Para ello, se regresan las rentabilidades anormales (AR) en el día posterior a la fecha del suceso ($t=1$) con dichas variables.

Un análisis previo de la matriz de correlaciones entre las variables muestra la presencia de cierta multicolinealidad, cuyo impacto sobre los resultados finales se limita seleccionando las dimensiones independientes no colineales. Así, las ecuaciones presentadas para el modelo constituyen diferentes combinaciones de las variables de la empresa, producto y mercado, diseñadas para solventar colectivamente el problema de multicolinealidad. El cuadro 5 resume los resultados de las regresiones de corte transversal.

Asimismo, el contraste de homoscedasticidad mediante los tests de White y de Breusch-Pagan permite aceptar la hipótesis nula de igualdad de varianzas de los residuos. El test de Jarque-Bera facilita la contrastación de la normalidad de los residuos, demostrando la existencia de la misma. Sin embargo, aunque el test de Durbin-Watson rechaza la existencia de autocorrelación de los residuos de orden 1, el test de Breusch-Godfrey detecta autocorrelación de orden 2. En consecuencia, la estimación se efectúa por MCO⁶ teniendo en cuenta que los grados de significación de los coeficientes se han determinado a partir de las matrices de varianzas-covarianzas robustas a formas generales de autocorrelación de Newey-West.

⁶ Procedimiento de MCO que, en opinión de Karafiath (1994), parece ser mejor que otros más complejos cuando las rentabilidades anormales constituyen las variables dependientes; y ello es así incluso en situaciones de residuos heteroscedásticos y correlacionados con las variables independientes.

CUADRO 5. DETERMINANTES DEL EXCESO DE RENTABILIDAD EN EL PRECIO DE LAS ACCIONES
(Errores estándar entre paréntesis)

Variable	Ecuac.1	Ecuac.2	Ecuac.3	Ecuac.4	Ecuac.5	Ecuac. 6
* Características de la empresa:						
Tamaño de la empresa	-3,5E-13 (0,000)		-4,7E-13 (0,000)			
Deuda/activo					-0,009 (0,007)	-0,007 (0,006)
* Características del producto:						
Producto especializado	0,014*** (0,004)	0,014*** (0,004)	0,013*** (0,004)	0,013** (0,005)	0,012** (0,005)	0,014*** (0,004)
Producto compra no repetitiva	0,004 (0,004)	0,005 (0,003)	0,005 (0,004)	0,005 (0,003)	0,006 (0,004)	0,004 (0,004)
Producto estandarizado		0,001 (0,004)		0,001 (0,005)		
* Características del mercado:						
Crecim.vtas.empr.mercado act.	-0,0007 (0,002)	-0,0001 (0,002)				-0,0002 (0,002)
Crecimiento PIB país destino	0,00009 (0,000)	0,00003 (0,000)	0,00009 (0,000)	0,00005 (0,000)	0,0001 (0,000)	0,00009 (0,000)
Estab.vtas.empr.(E _k) merc.act.			-0,0009 (0,001)	-0,0006 (0,001)	-0,001 (0,001)	
Nivel desarrollo país destino	0,012** (0,005)	0,012** (0,004)	0,013** (0,005)	0,012** (0,005)	0,015*** (0,005)	0,013*** (0,004)
Canal de distribución	-0,012* (0,006)	-0,012* (0,006)	-0,011* (0,006)	-0,012* (0,006)	-0,012** (0,005)	-0,012** (0,005)
Intercepto	0,004 (0,003)	0,003 (0,003)	0,003 (0,003)	0,003 (0,003)	0,004 (0,003)	0,005 (0,003)
R ²	0,387	0,385	0,394	0,388	0,424	0,407
R ² ajustado	0,228	0,226	0,237	0,230	0,275	0,253
F _{7,27}	2,437**	2,422**	2,514**	2,455**	2,846**	2,653**

Nota: Los niveles de significación de los parámetros se han obtenido a partir de una matriz de covarianzas robusta ante la presencia de autocorrelación de Newey-West con 2 retardos.

***=Prob.<0,01; **=Prob<0,05; *=Prob.<0,10.; FUENTE: Elaboración Propia.

Los coeficientes de determinación y R² ajustado de las ecuaciones se sitúan en torno a 39-42 y 23-27% respectivamente, es decir, las variables independientes del modelo explican un porcentaje relativamente aceptable de la variabilidad de la variable endógena, siendo muy similar a los obtenidos en otros event-studies. La ausencia de información impidió la utilización de un conjunto mayor de regresores que incluyera todas las variables explicativas especificadas en el epígrafe 2, lo que podría haber mejorado este indicador.

En cuanto a la significación conjunta e individual de las variables explicativas del modelo son destacables los siguientes aspectos. Por un lado, la aplicación de los tests de significación conjunta de las variables permite concluir, en todas las ecuaciones, que se obtiene información significativa al introducir características de la empresa, producto y mercado. Es decir, las características analizadas son colectivamente significativas a un nivel inferior al 5%.

Por otro lado, los tests de significatividad de los parámetros individuales demuestran que las variables producto de naturaleza especializada y grado de desarrollo del país de destino son las que presentan una mayor influencia sobre la rentabilidad anormal de las empresas diversificadas, al ser estadísticamente significativas en todas las ecuaciones a un nivel inferior al 5%. En cambio, el canal de distribución sólo lo es en dos ecuaciones a un nivel inferior al 5% mientras que en las cuatro restantes es significativo a un nivel inferior al 10%. En consecuencia, las dos primeras dimensiones constituyen las variables determinantes de la modelización. El signo positivo de la variable especialización del producto indica que la presencia de esta característica se asocia con unos excesos positivos de rentabilidad. Por su parte, el signo positivo de la variable grado de desarrollo del país de destino señala que la estabilidad de la demanda del mercado de destino se asocia con unos excesos positivos de rentabilidad. Finalmente, el signo negativo de la dimensión canal de distribución apunta que la presencia de un canal franquiciado, participado o joint venture, que implica un bajo coste de distribución física o de gestión de pedidos en los nuevos mercados, incrementará los resultados de la empresa.

En este sentido, y para el caso particular de las empresas diversificadas examinadas, el modelo aplicado no evidencia las hipótesis que explican sus resultados a través del tamaño y endeudamiento de la empresa, la estandarización y naturaleza no repetitiva de la compra del producto, así como del crecimiento del mercado. Estas conclusiones coinciden básicamente cuando la variable dependiente es SAR.

5. CONCLUSIONES

La implicación de que la selección de la estrategia de diversificación en la expansión exterior, y los resultados empresariales que se derivan de la misma, vienen explicados por determinados factores del mercado, del producto y de la empresa, ha permitido analizar estos fenómenos en el contexto español de treinta y cinco noticias de expansión exterior correspondientes a once empresas cotizadas en Bolsa entre 1992 y 1996 que siguen una estrategia de diversificación. El procedimiento de recogida de información con entrevistas telefónicas y la aplicación de diversos criterios para hacer operativa la tipología de las estrategias de expansión, aseguran la distinción de las estrategias de diversificación en aquellas empresas que se expanden a lo largo del tiempo a diversos mercados.

La metodología de análisis empleada se apoya, por un lado, en un modelo probit para conocer los factores determinantes de la elección de una estrategia de diversificación exterior. Por otro lado, y como novedad, se utiliza la técnica del suceso ("event-study"), tomando como punto de partida la teoría de carteras de la economía financiera en la premisa de que los mercados de valores son eficientes, y de que los precios de las acciones de las empresas reflejan mejor la estrategia de las empresas que la estructura de sus balances. En particular, este método trata de medir el impacto de un suceso no anticipado sobre los precios de las acciones, estimando un modelo de mercado para cada noticia de una empresa y calculando posteriormente las rentabilidades anormales. Más tarde, diversos análisis de regresión permiten examinar el impacto de los factores del mercado, del producto y de la empresa sobre dichos excesos de rentabilidad. En consecuencia, la técnica del event-study aplicada demuestra ser particularmente útil a la hora de analizar el impacto sobre los resultados empresariales de las estrategias de diversificación exterior, evitando además algunos de los problemas inherentes en las empleadas hasta el momento.

La aplicación empírica realizada en nuestro país permite concluir, a través de un modelo probit, que la muestra examinada de empresas cumple tres hipótesis (crecimiento e inestabilidad de los mercados actuales, y canal de distribución participado) que motivan la selección de la estrategia de diversificación, sobre un total de nueve estudiadas. Asimismo, los rasgos característicos de dicha muestra son la ausencia de barreras internas a la expansión y el endeudamiento razonable, la

elaboración de productos de naturaleza estandarizada, no especializada y de compra repetitiva, su posicionamiento antes de la fecha de expansión en mercados inestables y de elevado crecimiento, y por su dirección hacia nuevos mercados de gran crecimiento o en declive, pero estables, utilizando un canal propio de distribución.

Por otro lado, se detectan rentabilidades positivas y significativas en la fecha posterior al día de publicación del suceso ($t=1$) así como rentabilidades acumuladas promedias para dos días ($0;+1$), lo que sugiere que, en promedio, el mercado reacciona positivamente ante las noticias consideradas de expansión a mercados exteriores de las empresas diversificadas. Finalmente, el modelo de comportamiento propuesto evidencia que los excesos de rentabilidad de las acciones de las empresas estudiadas dependen fundamentalmente de la naturaleza especializada del producto, del grado de desarrollo del país de destino y, en menor medida, del canal de distribución.

APÉNDICE

El grado de estabilidad de las ventas de una empresa (E_k) se estima mediante la desviación cuadrática promedia del cambio actual en las ventas, definido con un modelo de crecimiento exponencial. Cuanto mayor sea esta desviación menor será la estabilidad de la serie.

donde

$$E_k = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (Y_{k,i} - \bar{Y}_k)^2$$

$$Y_{k,i} = X_{k,t+1} - X_{k,t}$$

$$X_{k,t} = \log(\text{ventas de la empresa } k \text{ en el período } t)$$

\bar{Y}_k = valor promedio de las diferencias entre dos X-s sucesivas, $Y_{k,i}$, de un intervalo temporal.

n=número de diferencias entre dos X-s sucesivas, $Y_{k,i}$, de un intervalo temporal.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, J. y Kamakura, W. (1995): "The Economic Worth of Celebrity Endosers: An Event Study Analysis", *Journal of Marketing*, 59, 56-62.
- Ansoff, H. (1957): "Strategies for Diversification", *Harvard Business Review*, septiembre-octubre, 113-124.
- Attiyeh, R. y Wenner, D. (1981): "Critical Mass: Key to Export Profits", *The McKinsey Quarterly*, invierno, 73-78.
- Ayal, I. y Zif, J. (1979): "Market Expansion Strategies in Multinational Marketing", *Journal of Marketing*, primavera, 84-94.
- BETRO Trust Committee (1976): *Concentration on Key Markets*, Royal Society of Arts, Londres.
- Bobinski, G. y Ramírez, G. (1994): "Advertising to Investors: The Effect of Financial-Relations Advertising on Stock Volume and Price", *Journal of Advertising*, 23(4), 13-28.
- Boehmer, E., Musumeci, J. y Poulsen, A. (1991): "Event-Study Methodology Under Conditions of Event-Induced Variance", *Journal of Financial Economics*, 30, 253-272.
- Bradley, F. y O'Reagain, S. (1998): "Concentración y Diversificación entre Pymes con Exito en los Mercados Internacionales", *Información Comercial Española*, 774, 53-63.
- Bromiley, P. y Marcus, A. (1989): "The Deterrent to Dubious Corporate Behavior: Profitability, Probability and Safety Recalls", *Strategic Management Journal*, 10, 233-250.
- Bühner, R. (1987): "Assessing International Diversification of West German Corporations", *Strategic Management Journal*, 8, 25-37.
- Cavusgil, S. y Kirpalani, V. (1993): "Introducing Products into Export Markets: Success Factors", *Journal of Business Research*, 27, 1-15.
- Chaney, P., Devinney, T. y Winer, R. (1991): "The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms", *Journal of Business*, 64(4), 573-610.
- Cooper, R. y Kleinschmidt, E. (1985): "The Impact of Export Strategy on Export Sales Performance", *Journal of International Business Studies*, primavera, 37-55.
- Corrado, C. (1989): "A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 23, 385-395.

- Davidson, W. y Worrell, D. (1992): "Research Notes and Communications: The Effect of Product Recall Announcements on Shareholder Wealth", *Strategic Management Journal*, 3, 467-473.
- Eddy, A. y Saunders, G. (1980): "New Product Announcements and Stock Prices", *Decision Sciences*, 11, 90-97.
- Farrell, K. y Frame, W. (1997): "The Value of Olympic Sponsorships: Who is Capturing the Gold?", *Journal of Market Focused Management*, 2, 171-182.
- Fenwick, I. y Amine, L. (1979): "Export Performance and Export Policy: Evidence from the UK Clothing Industry", *Journal of the Operational Research Society*, 30(8), 747-754.
- Hamermesh, R., Anderson, M. y Harris, J. (1978): "Strategies for Low Market Share Businesses", *Harvard Business Review*, mayo, 95-102.
- Hirsch, S. y Lev, B. (1971): "Sales Stabilization Through Export Diversification", *The Review of Economics and Statistics*, 53, 270-279.
- Hirsch, S. y Lev, B. (1973): "Foreign Marketing Strategies", *Management International Review*, 9(6), 81-87.
- Hitt, M., Hoskisson, R. y Kim, H. (1997): "International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-Diversified Firms", *Academy of Management Journal*, 40(4), 767-798.
- Hoffer, G., Pruitt, S. y Reilly, R. (1987): "Automotive Recalls and Informational Efficiency", *The Financial Review*, 22(4), 433-442.
- Hoffer, G., Pruitt, S. y Reilly, R. (1988): "The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers: A Reexamination", *Journal of Political Economy*, 96(3), 663-670.
- Horsky, D. y Swyngedouw, P. (1987), "Does It Pay to Change Your Company's Name? A Stock Market Perspective", *Marketing Science*, 6(4), 320-335.
- International Monetary Fund (1997): *World Economic Outlook*, I.M.F..
- ITI (1979): *Barclays Bank Report on Export Development in France, Germany, and the United Kingdom: Factors for International Success*, Barclays Bank International, Londres.
- Jarque, C. y Bera, A. (1987): "A Test for Normality of Observations and Regression Residuals", *International Statistical Review*, 55, 163-172.
- Jarrell, G. y Peltzman, S. (1985): "The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers", *Journal of Political Economy*, 93(3), 512-536.

- Karafiath, I. (1994): "On the Efficiency of Least Squares Regression with Security Abnormal Returns as the Dependent Variable", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 279-300.
- Katsikeas, C., Piercy, N. y Ioannidis, C. (1996): "Determinants of Export Performance in a European Context", *European Journal of Marketing*, 30(6), 46-35.
- Koku, P.S., Jagpal, H.S. y Viswanath, P.V. (1997): "The Effect of New Product Announcements and Preannouncements on Stock Price", *Journal of Market Focused Management*, 2, 183-99.
- Lane, V. y Jacobson, R. (1995): "Stock Market Reactions to Brand Extension Announcements: The Effects of Brand Attitude and Familiarity", *Journal of Marketing*, 59, 63-77.
- Lee, C. y Yang, Y. (1990): "Impact of Export Market Expansion Strategy on Export Performance", *International Marketing Review*, 7(1), 41-51.
- Mathur, L.K. y Mathur, I. (1995): "The Effects of Advertising Slogan Changes on the Market Values of Firms", *Journal of Advertising Research*, 35, 59-65.
- Mathur, L.K. y Mathur, I. (1996): "Is Value Associated with Initiating New Advertising Agency-Client Relations?", *Journal of Advertising*, 25(3), 1-12.
- McWilliams, A. y Siegel, D. (1997): "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Navyar, P. (1993): "Stock Market Reactions to Related Diversification Moves by Service Firms Seeking Benefits from Information Asymmetry and Economies of Scope", *Strategic Management Journal*, 14, 569-591.
- Navyar, P.R. (1995): "Stock Market Reactions to Customer Service Changes", *Strategic Management Journal*, 16, 39-53.
- Peltzman, S. (1981): "The Effects of FTC Advertising Regulation", *Journal of Law and Economics*, 24, 403-448.
- Piercy, N. (1981a): "British Export Market Selection and Pricing", *Industrial Marketing Management*, 10, 287-297.
- Piercy, N. (1981b): "Export Strategy: Concentration on Key Markets vs. Market Spreading", *Journal of International Marketing*, 1(1), 56-67.
- Piercy, N. (1982): *Export Strategy: Markets and Competition*, Allen & Unwin, Londres.
- Pruitt, S. y Peterson, D. (1986): "Security Price Reactions Around Product Recall Announcements", *The Journal of Financial Research*, 9(2), 113-122.

- Ramírez, M. y Espitia, M. (1998): "Impacto de las Estrategias de Diversificación de Producto en los Resultados de las Empresas Españolas, 1991-1995", *XIV Jornadas de Economía Industrial*, Madrid.
- Ramsler, M. (1982): *Strategic Groups and Foreign Market Entry in Global Banking Competition*, tesis doctoral, Harvard University.
- Robinson, R. (1967): *International Management*, Holt Rinehart, Nueva York.
- Rutherford, R., D. Thompson y Stone, R. (1992): "The Impact of Changes in Advertising Agencies on Corporate Common Stock Prices", *Journal of Current Issues and Research in Advertising*, 14(1), 1-8.
- Simon, C. y Sullivan, M. (1993): "The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach", *Marketing Science*, 12(1), 28-52.
- Tallman, S. y Li, J. (1996): "Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms", *Academy of Management Journal*, 39(1), 179-196.
- Tookey, D. (1975): *Export Marketing Decisions*, Penguin, Londres.